

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM - CTCP (GAS – HOSE)

“Động lực tăng trưởng trung & dài hạn đến từ LNG”

MUA

Lê Thị Kim Huê

Email: hue.lethikim@abs.vn

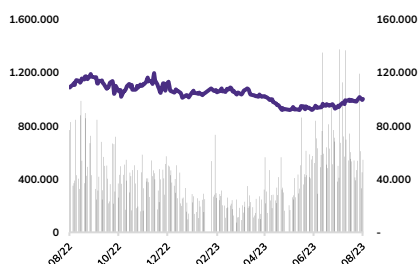
THÔNG TIN CƠ BẢN

| | |
|------------------------|---------------|
| Ngành: | Dầu khí |
| Ngày báo cáo: | 15/08/2023 |
| Giá hiện tại (VND/CP): | 100.600 |
| Giá mục tiêu (VND/CP): | 122.000 |
| Tỷ lệ tăng (%): | 21,29% |
| Vốn hóa (Tỷ VND): | 192.543 |
| SLCPĐLH (CP): | 1.913.950.000 |

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

| | |
|---------------------------|--------|
| Tập đoàn Dầu khí Việt Nam | 95,76% |
| Cổ đông khác | 4,24% |

DIỄN BIẾN GIÁ



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

| Chỉ tiêu | 2Q22 | 2Q23 |
|----------------------|--------|--------|
| Tăng trưởng DTT (%) | 21,8% | -13,1% |
| Tăng trưởng LNST (%) | 124,9% | -38,0% |
| Biên LNG (%) | 25,0% | 18,1% |
| Biên LNST (%) | 18,4% | 13,1% |
| ROA (%) | 5,7% | 3,6% |
| ROE (%) | 8,6% | 4,8% |
| Nợ vay/VCSH (lần) | 0,14 | 0,09 |
| EPS (VND/CP) | 2.618 | 1.602 |
| BVPS (VND/CP) | 31.024 | 34.511 |

Luận điểm đầu tư

- **Kết quả kinh doanh Quý 2/2023 của PVGas sụt giảm so với cùng kỳ.** Doanh thu thuần Q2 đạt gần 24.043 tỷ đồng (-13% svck) & LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 3.156 tỷ đồng (-38% svck). Biên lợi nhuận gộp sụt giảm về mức 18% từ mức 25% của cùng kỳ năm trước.
- **Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, KQKD của PVGas sụt giảm svck nhưng đã vượt chỉ tiêu kế hoạch LNST của cả năm.** Theo đó, trong nửa đầu năm, doanh thu thuần của PVGas đạt trên 45.257 tỷ đồng (-17% svck) & LNST đạt gần 6.506 tỷ đồng (-24% svck). Như vậy, nửa đầu năm PVGas đã hoàn thành 59,2% kế hoạch doanh thu và 101,1% kế hoạch LNST năm 2023.
- **Trên cơ sở tình hình thực hiện 6 tháng đầu năm 2023 của PVGas, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng lợi nhuận sau thuế năm 2023 của GAS +15% so với báo cáo gần nhất. Cụ thể:** Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của PVGas đạt 89.155 tỷ đồng (-11,5% svck). LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 dự báo đạt 12.795 tỷ đồng (-13,5% svck). Năm 2024, dự kiến các chỉ tiêu sẽ phục hồi trở lại với doanh thu thuần dự kiến đạt 97.664 tỷ đồng (+9,5% svck) và LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt 14.788 tỷ đồng (+15,6% svck). EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 6.563 đồng/cp & 7.585 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 34.897 đồng/cp & 38.560 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 15,5 lần & 2,91 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2024F P/E và P/B đạt 13,4 lần & 2,63 lần.
- **Chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của PVGas sẽ vẫn tích cực dựa trên những yếu tố sau:**
 - ✓ Nhu cầu khí cho điện dự kiến vẫn cao: theo Quy hoạch điện VIII, điện khí dự kiến được nâng tỷ trọng đóng góp trong hệ thống điện quốc gia từ 9% (2022) lên 26% (2030).
 - ✓ Mảng LNG sẽ trở thành động lực tăng trưởng trung và dài hạn của PVGas. Theo phương án cung cấp khí cho sản xuất điện đến năm 2030, VN sẽ thiếu hụt khoảng 5,4 tỷ m³ khí/năm do sự suy giảm của các mỏ lâu năm. Do đó, LNG nhập khẩu sẽ là nguồn bổ sung quan trọng trong dài hạn.
 - ✓ Kỳ vọng từ các dự án lớn của ngành được thúc đẩy tiến độ triển khai. PVGas hiện đang và sẽ tham gia vào các dự án lớn như Dự án LNG Thị Vải, Dự án LNG Sơn Mỹ, Dự án Sư tử trắng – GD 2B, Dự án Lô B – Ô Môn. Các dự án này dự kiến sẽ giúp cải thiện năng lực cung cấp khí của PVGas thời gian tới.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 122.000 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +21,3% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị từ **TRUNG LẬP** thành **MUA** đối với cổ phiếu GAS.

- **Rủi ro:**
 - ✓ Giá dầu bất ổn định và đang trên đà giảm do những lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu làm yếu nhu cầu dầu khí.
 - ✓ Các dự án lớn bị chậm tiến độ.
- **Cơ hội:**
 - ✓ Sản lượng & giá khí tiêu thụ cao hơn dự báo của chúng tôi sẽ làm gia tăng lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
 - ✓ Các dự án có thể được thúc đẩy tiến độ nhanh hơn dự báo của chúng tôi.

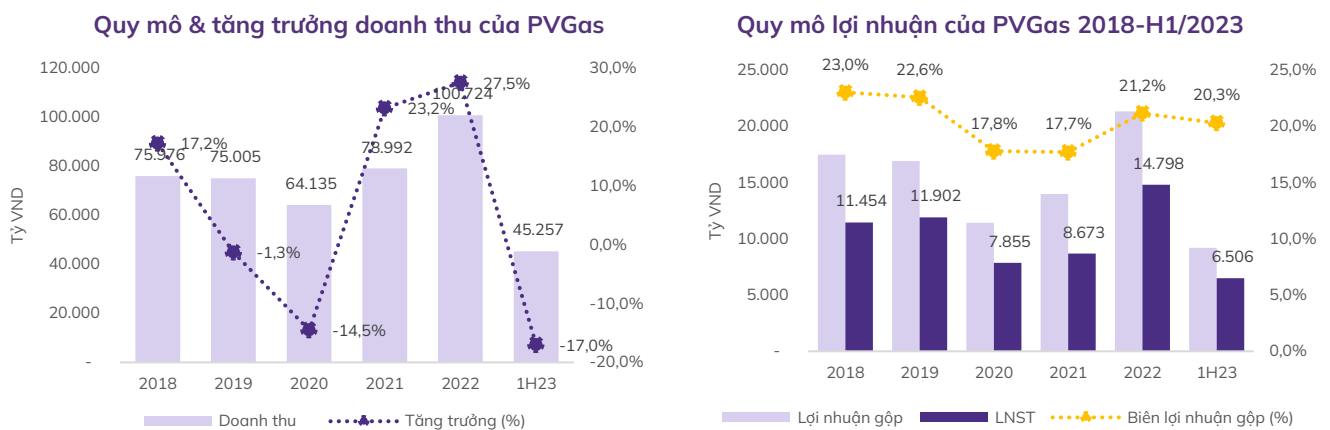
Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của PVGas

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần | 78.992 | 100.724 | 89.155 | 97.664 |
| <i>Tăng trưởng doanh thu thuần (%)</i> | <i>23,2%</i> | <i>27,5%</i> | <i>-11,5%</i> | <i>9,5%</i> |
| Lợi nhuận gộp | 13.986 | 21.315 | 17.878 | 20.529 |
| <i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i> | <i>17,7%</i> | <i>21,2%</i> | <i>20,1%</i> | <i>21,0%</i> |
| Doanh thu tài chính | 1.187 | 1.568 | 1.958 | 2.245 |
| Chi phí tài chính | -403 | -671 | -431 | -536 |
| Chi phí bán hàng | -2.133 | -2.440 | -2.160 | -2.366 |
| Chi phí QLDN | -1.479 | -1.075 | -1.046 | -1.146 |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 11.173 | 18.728 | 16.199 | 18.725 |
| Lãi/Lỗ khác | 32 | 78 | 88 | 98 |
| Lợi nhuận trước thuế | 11.205 | 18.806 | 16.287 | 18.823 |
| LNST cổ đông Công ty mẹ | 8.673 | 14.798 | 12.795 | 14.788 |
| <i>Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)</i> | <i>11,0%</i> | <i>14,7%</i> | <i>14,4%</i> | <i>15,1%</i> |
| EPS (đồng/cp) | 4.356 | 7.649 | 6.563 | 7.585 |

Nguồn: PVGAS, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

- **Kết quả kinh doanh Quý 2/2023 của PVGas sụt giảm so với cùng kỳ.** Doanh thu thuần Q2 đạt gần 24.043 tỷ đồng (-13% svck) & LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 3.156 tỷ đồng (-38% svck). Biên lợi nhuận gộp sụt giảm về mức 18% từ mức 25% của cùng kỳ năm trước.
- **Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, KQKD của PVGas sụt giảm svck nhưng đã vượt chỉ tiêu kế hoạch LNST của cả năm.** Theo đó, trong nửa đầu năm, doanh thu thuần của PVGas đạt trên 45.257 tỷ đồng (-17% svck) & LNST đạt gần 6.506 tỷ đồng (-24% svck). Đáng chú ý, doanh thu tài chính tăng mạnh 77% svck lên gần 1.135 tỷ đồng, trong đó chủ yếu là lãi tiền gửi chiếm tới 91% cơ cấu doanh thu tài chính trong kỳ (1.033 tỷ đồng), trong khi đó chi phí tài chính lại giảm 44% svck về 170 tỷ đồng (trong đó chi phí lãi vay giảm 28% svck về 124 tỷ đồng). Bên cạnh đó, chi phí bán hàng và chi phí QLDN trong kỳ cũng tăng 15% lên 1.915 tỷ đồng. Năm 2023, PVGas đặt mục tiêu 76.441 tỷ đồng doanh thu và 6.539 tỷ đồng LNST. Như vậy, nửa đầu năm PVGas đã hoàn thành 59,2% kế hoạch doanh thu và 101,1% kế hoạch LNST năm 2023.



Nguồn: Finpro & BCTC của PVGas, ABS Research

- **Tình hình sản xuất kinh doanh của PVGas:**
 - Trong 6 tháng năm 2023, PVGas tiếp nhận trên 4,1 tỷ m3 khí ẩm, sản xuất và cung cấp trên 3,9 tỷ m3 khí khô; sản xuất 46,4 nghìn tấn condensate; sản xuất và kinh doanh gần 1,1 triệu tấn LPG (xuất khẩu và kinh doanh quốc tế gần 0,3 triệu tấn). Hiện, PVGas đang cung cấp khí ổn định để sản xuất trên 11% sản lượng điện, khoảng 70% sản lượng phân đạm và đáp ứng gần 70% thị phần LPG toàn quốc (trong đó 80% thị phần Miền Nam, 57% thị phần Miền Bắc và 64% thị phần Miền Trung), thị phần bán lẻ LPG chiếm 11% (bao gồm cả Gas South chiếm 24%).
 - Về khách hàng của sản phẩm khí khô: khách hàng điện đang chiếm tỷ trọng chủ đạo (gần 74% sản lượng khí khô tiêu thụ năm 2022), tiếp đến là khách hàng đạm (trên 13,2%) & khách hàng công nghiệp (12,82%).
 - **Giá dầu giảm ảnh hưởng tới KQKD:** Hiện giá bán khí khô của PVGas dựa trên giá dầu FO. Hiện tại, giá dầu FO đang dao động quanh 409 USD/tấn, giảm 10,3% trong vòng 1 năm qua.
 - **Giá LPG cũng điều chỉnh sâu.** Năm 2022, giá hợp đồng của LPG tăng cao, có những thời điểm lên trên 950 USD/tấn và trung bình cả năm 2022 đạt 735 USD/tấn (+15,2% svck). Tuy nhiên, hiện giá LPG cũng đã giảm sâu về còn 470 USD/tấn (-36% so với bình quân năm 2022). Giá dầu Brent và giá LPG giảm ảnh hưởng đến giá bán và biên lợi nhuận gộp của GAS, giảm từ 22% trong 6T2022 xuống 20,3% trong 6T2023.

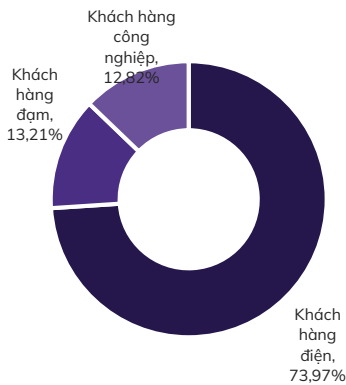
TÌNH HÌNH TIÊU THỤ MỘT SỐ SẢN PHẨM CHÍNH CỦA PVGas

| STT | Chỉ tiêu | ĐVT | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|-----|-----------------------------|-------|-------|------|------|------|-------|
| 1 | Khí ẩm tiếp nhận vào bờ | tỷ m3 | 10,23 | 8,95 | 7,39 | 8,00 | 8,10 |
| 2 | Khí khô sản xuất & tiêu thụ | tỷ m3 | 9,95 | 8,69 | 7,15 | 7,90 | 7,78 |
| | Khách hàng điện | | 7,99 | 6,64 | 5,04 | 5,60 | 5,77 |
| | Khách hàng đạm | | 1,01 | 1,15 | 1,10 | 1,20 | 1,02 |

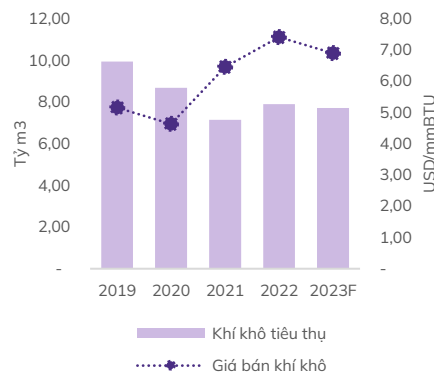
| | | | | | | | |
|---|--------------------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | Khách hàng công nghiệp | | 0,94 | 0,90 | 1,01 | 1,10 | 0,99 |
| | Giá bán khí khô | USD/mmBTU | 5,15 | 4,63 | 6,46 | 7,41 | 7,04 |
| | % svck | | 6% | -10% | 39% | 15% | -5% |
| 3 | Sản lượng tiêu thụ LPG | nghìn tấn | 1.770 | 1.960 | 2.000 | 2.040 | 2.100 |
| | GPP Dinh Cố (nghìn tấn) | | 218,90 | 238,90 | 250,00 | 270,00 | N/A |
| | GPP Cà Mau (nghìn tấn) | | 151,40 | 131,70 | 110,20 | 86,00 | N/A |
| | Dung Quất (nghìn tấn) | | 35,40 | 218,60 | 289,50 | 309,00 | |
| | NK tiêu thụ nội địa (nghìn tấn) | | 715,90 | 972,00 | 901,40 | 875,00 | N/A |
| | XK và kinh doanh quốc tế (nghìn tấn) | | 226,60 | 400,80 | 452,00 | 501,00 | N/A |
| 4 | Sản lượng Condensate | nghìn tấn | 70,40 | 58,00 | 65,40 | 101,00 | 92,00 |
| 5 | Giá dầu Brent bình quân | USD/thùng | 64,20 | 41,80 | 70,00 | 101,00 | 90,00 |
| 6 | Giá LPG | USD/tấn | 438,10 | 395,00 | 638,00 | 735,00 | 620,00 |

Nguồn: BCTN của PVGAS, ABS Research tính toán

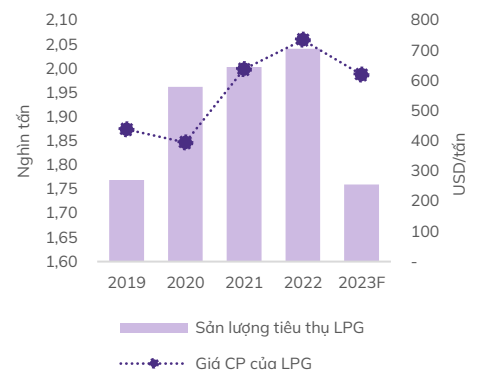
Cơ cấu khách hàng khí khô của PVGas năm 2022 (%)



Sản lượng & giá bán khí khô của PVGas



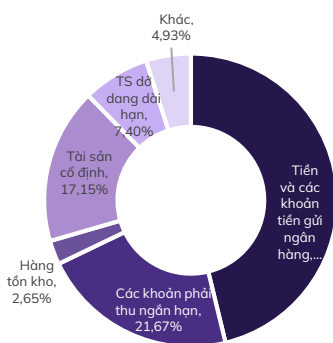
Sản lượng & giá bán LPG của PVGas



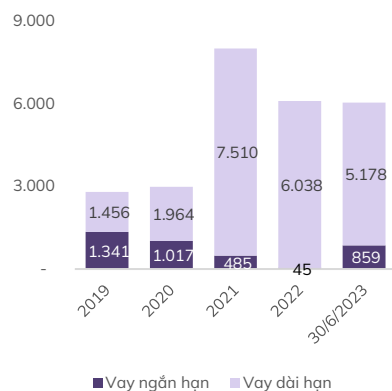
Nguồn: BCTN của PVGAS, ABS Research

- **Nguồn lực tài chính vững chãi với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp.** Tại 30/6/2023, PVGas có trên 40.767 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng (+18,94% so với đầu năm), chiếm 46,2% cơ cấu tổng tài sản. Trong khi đó, tổng nợ vay ngắn và dài hạn là 6.036 tỷ đồng (-26,6% so với đầu năm). Nợ/VCSH ở mức thấp, chỉ 0,09 lần. Lượng tiền dồi dào và nợ vay thấp đã giúp tăng doanh thu tài chính 77% svck lên gần 1.135 tỷ đồng, và giảm chi phí tài chính -44% svck về 170 tỷ đồng trong 6T/2023.

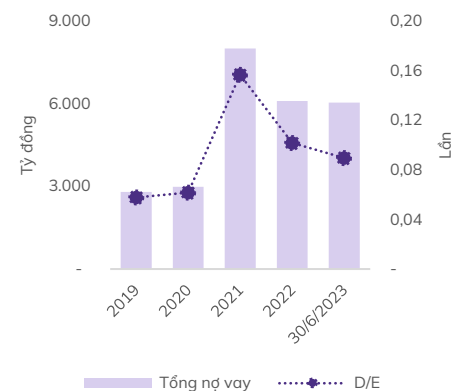
Cơ cấu tài sản của PVGas tại 30/6/2023



Cơ cấu nợ vay của PVGas 2019-H1/2023



Quy mô nợ vay & hệ số D/E của PVGas 2019-H1/2023



Nguồn: Fiinpro & BCTC của PVGAS, ABS Research

- **Dự án LNG:** Theo QH điện VIII, **mảng điện khí được nâng vai trò khi tỷ trọng đóng góp trong hệ thống điện quốc gia sẽ tăng lên 26% vào năm 2030.** Với việc sản lượng khí tại các mỏ khu vực Đông Nam Bộ đang suy giảm và bắt đầu xuất hiện tình trạng thiếu hụt, Việt Nam lên kế hoạch xây dựng các kho chứa LNG để nhập khẩu khí, song song với việc triển khai dự án Lô B – Ô Môn. Hiện nay, cả hai dự án kho, cảng nhập khẩu LNG trọng điểm (Kho LNG Thị Vải và Sơn Mỹ) được nhấn mạnh trong Quy hoạch điện VIII đều thuộc quyền sở hữu hoặc đồng sở hữu của GAS.
 - **Kho LNG Thị Vải giai đoạn 1** với công suất 1 triệu tấn/năm hiện đã hoàn thành thi công cơ khí toàn bộ phần kho, ngày 18/7/2023 đã hoàn thành tiếp nhận 70.000 tấn LNG đầu tiên về kho cảng Thị Vải & hoàn thành công tác chạy thử vào 30/7/2023. Kho cảng LNG Thị Vải có khả năng tiếp nhận được tàu vận chuyển LNG trọng tải lên đến 85.000 tấn hàng, bồn chứa LNG sức chứa lên tới 180.000 m³. Dự án dự kiến sẽ cung cấp khoảng 1,4 tỷ m³ khí sau khi hoàn thành. **Dự án LNG Thị Vải giai đoạn 2** mở rộng, nâng công suất lên 3 triệu tấn/năm hiện hoàn thành FS và trình Bộ Công thương thẩm định từ tháng 11/2021 & Bộ đang thực hiện thủ tục thẩm định, dự kiến vận hành từ 2024.
 - **Dự án LNG Sơn Mỹ** với tổng vốn đầu tư 1,3 tỷ USD, công suất lên tới 3 triệu tấn/năm dự kiến hoàn thành giai đoạn 1 (1 triệu tấn/năm) vào 2024. Dự án cũng mới được tỉnh Bình Thuận chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 7 vừa qua.
- **Dự án Lô B – Ô Môn:** với tổng vốn đầu tư 8,1 tỷ USD, dự kiến Dự án sẽ cho dòng khí đầu tiên vào năm 2026. GAS là một trong các doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ dự án này khi sẽ góp vốn 51% vào dự án Đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn vận chuyển khí 400 km từ các mỏ thượng nguồn về các nhà máy nhiệt điện. Các cơ quan quản lý chưa thể ra quyết định FID vào tháng 6/2023 như kế hoạch ban đầu, nhưng đang đẩy nhanh tiến độ. Dự kiến sẽ có quyết định FID cuối năm 2023 hoặc đầu năm 2024.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023

- **Giá định giá dầu Brent năm 2023 ở mức 90 USD/thùng:** Thời gian qua, giá dầu đã “hạ nhiệt” và điều chỉnh trước lo ngại suy thoái kinh tế toàn cầu làm suy yếu nhu cầu tiêu thụ dầu khí. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ không điều chỉnh quá sâu, mà vẫn “neo” ở mức cao do có những yếu tố hỗ trợ như OPEC cắt giảm sản lượng, căng thẳng Nga-Ukraine cũng như các lệnh trừng phạt & đáp trả giữa phương Tây và Nga làm gia tăng bất ổn an ninh năng lượng toàn cầu, v.v.
- **Chúng tôi cho rằng KQKD năm 2023 của PVGas được hỗ trợ bởi điện khí.** Theo dự báo của Tổng cục Khí tượng thủy văn, hiện tượng thời tiết La Nina chỉ duy trì đến hết Q1/2023. Bên cạnh đó, giá khí hiện cũng đã điều chỉnh. Do đó, dự báo năm 2023 mảng điện khí sẽ được tăng cường huy động thay cho thủy điện. Điều này sẽ làm tăng nhu cầu khí khô từ các khách hàng điện.
- **Dựa trên cơ sở hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm 2023 của PVGas, chúng tôi điều chỉnh lại một số dự phóng cho sát với tình hình thực tế và tăng dự phóng lợi nhuận 2023F và 2024F so với báo cáo gần nhất.** Cụ thể, chúng tôi giả định sản lượng khí ẩm tiếp nhận vào bờ năm 2023 dự kiến đạt 8,1 tỷ m³ (+1,3% svck) do sản lượng khí tại các mỏ vẫn đang suy giảm. Sản lượng khí khô tiêu thụ dự kiến giảm 1,5% về 7,78 tỷ m³. Trong đó, chúng tôi cho rằng khách hàng điện có thể tăng tiêu thụ (do điện khí dự báo được ưu tiên huy động) trong khi các khách hàng khác (đạm, công nghiệp...) có thể giảm lượng tiêu thụ. Sản lượng tiêu thụ LPG năm 2023 dự kiến đạt 2,1 triệu tấn (+2,9% svck).
- Chúng tôi giả định giá bán khí khô năm 2023 sẽ giảm khoảng 5% svck và đạt 7,04 USD/mmBTU trong khi giá bán LPG sau khi điều chỉnh sâu có thể phục hồi trở lại và đạt mức bình quân 620 USD/tấn.
- Biên LNG của GAS năm 2023/2024 dự báo đạt 20,1% / 21%, tăng so với dự báo trước đó là 19,8% / 20,7%.
- Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của PVGas đạt 89.115 tỷ đồng (-11,5% svck). LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 dự báo đạt 12.795 tỷ đồng (-13,5% svck), tăng 15% so với dự báo gần nhất của chúng tôi. Năm 2024, dự kiến các chỉ tiêu sẽ phục hồi trở lại với doanh thu thuần dự kiến đạt 97.664 tỷ đồng (+9,5% svck) và LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt 14.788 tỷ đồng (+15,6% svck).
- EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 6.563 đồng/cp & 7.585 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 34.897 đồng/cp & 38.560 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 15,5 lần & 2,91 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2024F P/E và P/B đạt 13,4 lần & 2,63 lần.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận của PVGAS năm 2023-2024 theo mảng kinh doanh

| Mảng kinh doanh | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 1. Bán Khí khô | | | | | |
| Doanh thu | 33.067 | 37.461 | 49.176 | 46.456 | 50.172 |
| <i>% YOY</i> | <i>-21,5%</i> | <i>13,3%</i> | <i>31,3%</i> | <i>-5,5%</i> | <i>8,0%</i> |
| <i>% Tổng doanh thu</i> | <i>51,6%</i> | <i>47,4%</i> | <i>48,8%</i> | <i>52,1%</i> | <i>51,4%</i> |
| Giá vốn hàng bán | (27.293) | (30.049) | (36.312) | (35.518) | (37.769) |
| Lợi nhuận gộp | 5.774 | 7.412 | 12.864 | 10.937 | 12.403 |
| <i>% YOY</i> | <i>-40,9%</i> | <i>28,4%</i> | <i>73,6%</i> | <i>-15,0%</i> | <i>13,4%</i> |
| 2. Bán LPG | | | | | |
| Doanh thu | 23.250 | 33.690 | 41.298 | 31.205 | 33.702 |
| <i>% YOY</i> | <i>0,9%</i> | <i>44,9%</i> | <i>22,6%</i> | <i>-24,4%</i> | <i>8,0%</i> |
| <i>% Tổng doanh thu</i> | <i>36,3%</i> | <i>42,7%</i> | <i>41,0%</i> | <i>35,0%</i> | <i>34,5%</i> |
| Giá vốn hàng bán | (21.547) | (30.727) | (37.298) | (28.178) | (30.106) |
| Lợi nhuận gộp | 1.704 | 2.964 | 4.000 | 3.027 | 3.596 |
| <i>% YOY</i> | <i>-16,7%</i> | <i>74,0%</i> | <i>35,0%</i> | <i>-24,3%</i> | <i>18,8%</i> |
| 3. Bán CNG | | | | | |
| Doanh thu | 4.503 | 3.808 | 4.186 | 4.562 | 5.019 |
| <i>% YOY</i> | <i>32,7%</i> | <i>-15,4%</i> | <i>9,9%</i> | <i>9,0%</i> | <i>10,0%</i> |
| <i>% Tổng doanh thu</i> | <i>7,0%</i> | <i>4,8%</i> | <i>4,2%</i> | <i>5,1%</i> | <i>5,1%</i> |
| Giá vốn hàng bán | (2.133) | (2.781) | (3.885) | (3.650) | (3.965) |
| Lợi nhuận gộp | 2.370 | 1.027 | 300 | 912 | 1.054 |
| <i>% YOY</i> | <i>231,5%</i> | <i>-56,7%</i> | <i>-70,8%</i> | <i>203,9%</i> | <i>15,5%</i> |
| 4. Vận chuyển khí & condensate | | | | | |
| Doanh thu | 2.283 | 2.990 | 3.970 | 3.851 | 4.236 |
| <i>% YOY</i> | <i>-52,2%</i> | <i>30,9%</i> | <i>32,8%</i> | <i>-3,0%</i> | <i>10,0%</i> |
| <i>% Tổng doanh thu</i> | <i>3,6%</i> | <i>3,8%</i> | <i>3,9%</i> | <i>4,3%</i> | <i>4,3%</i> |
| Giá vốn hàng bán | (822) | (664) | (719) | (1.336) | (1.355) |
| Lợi nhuận gộp | 1.461 | 2.325 | 3.250 | 2.514 | 2.880 |
| <i>% YOY</i> | <i>-63,3%</i> | <i>59,1%</i> | <i>39,8%</i> | <i>-22,6%</i> | <i>14,6%</i> |
| 5. Bán Condensate | | | | | |
| Doanh thu | 703 | 791 | 1.864 | 1.551 | 1.706 |
| <i>% YOY</i> | <i>-46,3%</i> | <i>12,5%</i> | <i>135,5%</i> | <i>-16,8%</i> | <i>10,0%</i> |
| <i>% Tổng doanh thu</i> | <i>1,1%</i> | <i>1,0%</i> | <i>1,9%</i> | <i>1,7%</i> | <i>1,7%</i> |
| Giá vốn hàng bán | (654) | (506) | (928) | (1.090) | (1.199) |
| Lợi nhuận gộp | 50 | 285 | 936 | 461 | 507 |
| <i>% YOY</i> | <i>-77,6%</i> | <i>473,3%</i> | <i>228,0%</i> | <i>-50,8%</i> | <i>10,0%</i> |
| 6. Dịch vụ khác | | | | | |
| Doanh thu | 328 | 252 | 231 | 1.530 | 2.830 |
| <i>% YOY</i> | <i>-5,4%</i> | <i>-23,3%</i> | <i>-8,4%</i> | <i>5,0%</i> | <i>5,0%</i> |
| <i>% Tổng doanh thu</i> | <i>0,5%</i> | <i>0,3%</i> | <i>0,2%</i> | <i>0,3%</i> | <i>0,3%</i> |
| Giá vốn hàng bán | (281) | (279) | (266) | (1.503) | (2.741) |
| Lợi nhuận gộp | 47 | (27) | (36) | 27 | 89 |
| <i>% YOY</i> | <i>-74,7%</i> | <i>-158,0%</i> | <i>31,3%</i> | <i>n.a</i> | <i>n.a</i> |
| Tổng doanh thu | 64.135 | 78.992 | 100.724 | 89.155 | 97.664 |
| <i>% YOY</i> | <i>23,1%</i> | <i>23,1%</i> | <i>27,5%</i> | <i>-11,5%</i> | <i>9,5%</i> |
| Tổng giá vốn hàng bán | (52.729) | (65.007) | (79.409) | (71.276) | (77.135) |
| Tổng lợi nhuận gộp | 11.406 | 13.986 | 21.315 | 17.878 | 20.529 |
| Biên lợi nhuận gộp | 17,78% | 17,71% | 21,16% | 20,05% | 21,02% |

Nguồn: ABS Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu GAS dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh P/B
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Một số giả định khác:

- Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm. Tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2023 dự kiến 30%.

Phương pháp so sánh P/B:

- P/B được lấy dựa trên trung bình của các Công ty cùng ngành trên thế giới là 2,74 lần.
- BVPS 2024F là 38.560 đ/cp. Theo đó, giá cổ phiếu GAS được xác định theo phương pháp P/B là 105.656 đ/cp.

| Company | Country | P/B |
|----------------------|----------|-------------|
| Petronas Gas BHD | Malaysia | 2,61 |
| INDRAPRASTHA Gas Ltd | India | 4,05 |
| SHENZHEN Gas Ltd | China | 1,56 |
| Trung bình | | 2,74 |

Nguồn: Tradingview.com, ABS Research

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 2,76%. Phần bù rủi ro thị trường là 12,15% (theo ABS Research tháng 6/2023). Beta là 0,88 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 11,84%.
- Giá theo phương pháp FCFF cho 1 năm tới là 138.382 đ/cp.

| | |
|---------------------------|--------|
| Lãi suất phi rủi ro | 2,76% |
| Phần bù rủi ro thị trường | 12,15% |
| Beta | 0,88 |
| WACC | 11,84% |
| Tăng trưởng dài hạn | 1,00% |

Kết quả định giá:

| Phương pháp | Giá (đồng) | Tỷ trọng |
|---------------------------------------|------------|----------------|
| - FCFF | 138.382 | 50% |
| - P/B | 105.656 | 50% |
| Giá trung bình (đồng/cổ phiếu) | | 122.019 |

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 122.000 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +21,3% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **MUA** đối với cổ phiếu GAS.

Rủi ro:

- ✓ Giá dầu bất ổn định và đang trên đà giảm do những lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu làm yếu nhu cầu dầu khí.
- ✓ Sản lượng khí các mỏ Khu vực Đông Nam Bộ đang suy giảm, đặc biệt là các mỏ lớn đã khai thác lâu năm như mỏ Bạch Hổ, mỏ Lan Tây – Lan Đỏ. Theo phương án cung cấp khí cho sản xuất điện cơ sở, đến năm 2030, Việt Nam sẽ thiếu hụt từ 5.4 tỷ m³ khí/năm do suy giảm các mỏ khí lâu năm. Rủi ro giá dầu giảm có thể ảnh hưởng tới tiến độ các Dự án lớn của ngành. Bên cạnh đó, giá LNG trên thị trường thế giới tăng cao do căng thẳng giữa Nga và EU cũng khiến cho các Dự án LNG của PVGas bị chậm tiến độ.

Cơ hội:

- ✓ Sản lượng & giá khí tiêu thụ cao hơn dự báo của chúng tôi sẽ làm gia tăng lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
- ✓ Các dự án có thể được thúc đẩy tiến độ nhanh hơn dự báo của chúng tôi.

PHỤ LỤC

| Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần | 78.992 | 100.724 | 89.155 | 97.664 |
| Giá vốn hàng bán | -65.007 | -79.409 | -71.276 | -77.135 |
| Lợi nhuận gộp | 13.986 | 21.315 | 17.878 | 20.529 |
| Doanh thu tài chính | 1.187 | 1.568 | 1.958 | 2.245 |
| Chi phí tài chính | -403 | -671 | -431 | -536 |
| Chi phí bán hàng | -2.133 | -2.440 | -2.160 | -2.366 |
| Chi phí QLDN | -1.479 | -1.075 | -1.046 | -1.146 |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 11.173 | 18.728 | 16.199 | 18.725 |
| Lãi/Lỗ khác | 32 | 78 | 88 | 98 |
| Lợi nhuận trước thuế | 11.205 | 18.806 | 16.287 | 18.823 |
| Lợi nhuận sau thuế | 8.852 | 15.066 | 13.030 | 15.059 |
| LNST cổ đông Công ty mẹ | 8.673 | 14.798 | 12.795 | 14.788 |

| Báo cáo LCTT (Tỷ đồng) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--|--------|--------|--------|--------|
| LCT thuần từ HĐKD | 7.595 | 12.792 | 15.152 | 17.051 |
| LCT thuần từ Hoạt động đầu tư | -6.755 | 265 | -2.578 | -8.500 |
| LCT thuần từ Hoạt động tài chính | -774 | -7.809 | -6.692 | -6.228 |
| LCT thuần trong kỳ | 65 | 5.248 | 5.882 | 2.324 |
| Tiến & tương đương tiền đầu kỳ | 5.237 | 5.300 | 10.549 | 16.431 |
| Tiến & tương đương tiền cuối kỳ | 5.303 | 10.548 | 16.431 | 18.755 |

| Chỉ số tài chính | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Khả năng thanh toán | | | | |
| Khả năng thanh toán hiện hành | 3,10 | 4,46 | 7,11 | 7,08 |
| Khả năng thanh toán nhanh | 2,84 | 4,04 | 6,46 | 6,49 |
| Khả năng thanh toán tiền mặt | 1,82 | 2,74 | 4,75 | 4,72 |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 37,84 | 56,83 | 46,33 | 41,99 |

| Cơ cấu vốn | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-----------------------------|------|------|-------|-------|
| Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản | 0,66 | 0,74 | 0,79 | 0,80 |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản | 0,34 | 0,26 | 0,21 | 0,20 |
| Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E) | 0,15 | 0,10 | 0,08 | 0,09 |

| Chỉ số hiệu suất hoạt động | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|----------------------------|------|------|-------|-------|
| Số ngày phải thu | 37,4 | 35,9 | 34,8 | 32,5 |
| Số ngày phải trả | 26,1 | 30,5 | 26,2 | 17,4 |
| Số ngày tồn kho | 13,8 | 16,9 | 21,8 | 20,4 |

| Khả năng sinh lời | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 17,7% | 21,2% | 20,1% | 21,0% |
| Tỷ suất lợi nhuận HĐKD | 13,3% | 17,7% | 16,6% | 17,8% |
| Tỷ suất LNST | 11,2% | 15,0% | 14,6% | 15,4% |
| ROE | 17,4% | 26,6% | 20,1% | 19,9% |
| ROA | 12,5% | 18,7% | 15,4% | 16,0% |

| Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| + Tiền và các khoản tương đương tiền | 5.300 | 10.549 | 16.431 | 18.755 |
| + Đầu tư ngắn hạn | 24.800 | 23.726 | 23.726 | 23.726 |
| + Các khoản phải thu ngắn hạn | 16.920 | 16.191 | 14.403 | 15.948 |
| + Hàng tồn kho | 3.241 | 4.102 | 4.419 | 4.304 |
| + Tài sản ngắn hạn khác | 1.133 | 1.082 | 1.079 | 1.005 |
| Tài sản ngắn hạn | 51.395 | 55.652 | 60.059 | 63.738 |
| + Các khoản phải thu dài hạn | 188 | 169 | 149 | 164 |
| + Tài sản cố định | 18.098 | 16.370 | 15.413 | 19.528 |
| + Bất động sản đầu tư | 22 | 36 | 35 | 34 |
| + Tài sản dở dang dài hạn | 4.871 | 5.978 | 5.978 | 5.978 |
| + Đầu tư dài hạn | 400 | 406 | 406 | 406 |
| + Tài sản dài hạn khác | 3.794 | 4.053 | 4.366 | 4.347 |
| Tài sản dài hạn | 27.373 | 27.011 | 26.346 | 30.455 |
| Tổng Tài sản | 78.768 | 82.663 | 86.405 | 94.193 |
| + Vay ngắn hạn | 485 | 45 | 95 | 145 |
| + Nợ ngắn hạn khác | 16.077 | 12.443 | 8.356 | 8.855 |
| Nợ ngắn hạn | 16.561 | 12.488 | 8.451 | 9.000 |
| + Vay dài hạn | 7.510 | 6.038 | 5.038 | 6.416 |
| + Các khoản phải trả dài hạn khác | 2.504 | 2.963 | 4.575 | 3.153 |
| Nợ dài hạn | 10.014 | 9.001 | 9.613 | 9.569 |
| Tổng nợ phải trả | 26.575 | 21.489 | 18.064 | 18.569 |
| + Vốn cổ phần | 19.140 | 19.140 | 19.140 | 19.140 |
| + Thặng dư vốn cổ phần | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối | 10.487 | 19.241 | 26.175 | 33.187 |
| + Quỹ khác | 22.566 | 22.793 | 23.027 | 23.298 |
| Vốn chủ sở hữu | 52.193 | 61.174 | 68.341 | 75.624 |
| Tổng cộng nguồn vốn | 78.768 | 82.663 | 86.405 | 94.193 |

| Tỷ lệ tăng trưởng (%) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--------------------------|-------|-------|--------|-------|
| Tăng trưởng doanh thu | 23,2% | 27,5% | -11,5% | 9,5% |
| Tăng trưởng LNNT | 14,2% | 66,3% | -13,0% | 15,8% |
| Tăng trưởng LNST | 11,0% | 70,2% | -13,5% | 15,6% |
| Tăng trưởng VCSH | 5,4% | 17,2% | 11,7% | 10,7% |
| Tăng trưởng Tổng tài sản | 24,6% | 4,9% | 4,5% | 9,0% |

| Định giá (lần) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E | 21,5 | 13,3 | 15,5 | 13,4 |
| P/B | 3,5 | 3,2 | 2,9 | 2,6 |
| EPS (VND/CP) | 4.356 | 7.649 | 6.563 | 7.585 |
| BVPS (VND/CP) | 26.696 | 31.274 | 34.897 | 38.560 |

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

| | |
|---------------------|---|
| MUA | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên |
| KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15% |
| TRUNG LẬP | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5% |
| BÁN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Năng lượng, Xây lắp, VLXD

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

Vĩ mô, Bảo hiểm, Ngân hàng

Lê Thu Huyền - Chuyên viên

Email: huyen.lethu@abs.vn

BDS Dân cư, Thép

Trần Bình Minh - Chuyên viên

Email: minh.tranbinh@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu - Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Đỗ Thành Trung - Phó Giám đốc

Email: trung.dothanh@abs.vn

Ngân hàng, BDS KCN, Cao su

Lê Quang Trung - Chuyên viên

Email: trung.lequang@abs.vn

Chứng khoán, Cảng biển

Trần Quang Huy, ACCA - Chuyên viên

Email: huy.tranquang@abs.vn

Hóa chất, Lương thực, Dữ liệu

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn